仅供内部参考，请勿外传

宏观研究

世界经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

“流行性笔记”系列之十五

2026 年 08 月 29 日

加息，“箭在弦上”

——沃什杰克逊霍尔年会“首秀”

北京时间 8 月 28 日 22:00，美联储主席沃什 Jackson Hole 首秀，明确了政策反应函数，短期更加关注通胀风险：若“潜在通胀”不再向 2%收敛，或者收敛的速度不达预期，美联储或“随时准备根据形势采取行动”。根据最新反应函数与通胀前景，美联储年内加息的概率显著上升。

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lixy@swsresearch.com

联系人

陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com

一、热点思考：加息，“箭在弦上”——沃什杰克逊霍尔年会“首秀”

- **沃什在杰克逊霍尔年会的开场演讲包含四方面内容：AI 革命的经济与货币政策含义、前瞻指引改革、货币政策实践的关键原则、对当前美国经济现状的看法。**总体而言，沃什的演讲仍围绕五大工作组的改革议程展开，对经济与政策反应函数的描述符合市场预期的“中性偏鹰”基调。市场定价的 9 月加息的概率从 35%升至 57%，2026 年内加息次数从 1.1 次升至 1.5 次，未来一年加息次数从 1.8 次升至 2.4 次。

- **沃什对 AI 提升劳动生产率的前景持乐观态度，但时间、幅度及分配等问题仍不明确。短期而言，更需关注 AI 资本开支可能加剧供求矛盾、增强通胀粘性。**“生产率与就业”小组的研究着眼于长期，其结论与政策建议并非为当前决策服务。短期而言，如果生产率“大爆炸”未能实现，AI 企业加杠杆行为所形成的金融周期或将加剧供求关系的矛盾、提升通胀粘性。换言之，不应将 AI 资本开支需求或融资约束视为美联储加息的“硬约束”。

- **沃什正在寻找前瞻指引的替代方案，愿景是以一种“建设性模糊”的方式进行更加“有效的沟通”。**沃什认为，在供给冲击频发和高不确定的环境下，前瞻指引是“以清晰之名制造混乱”，政策应更加灵活。我们认为，沃什沟通框架改革不改变美联储政策立场，但会改变资产定价的驱动因子：宏观交易从“猜 Fed 怎么说”转向“判断 Fed 在什么条件下会怎么做”。在启动加息之前，为烫平市场波动，联储需要更明确政策反应函数。

- **沃什提了 7 条货币政策实践中的“关键原则”。**1）数据必须尽可能相关、同步、准确，且趋势更重要；2）货币政策追求供求平衡，实质上是“盲人摸象”；3）2%通胀目标是明确的，也是美联储的职责；4）最大就业也是美联储的职责，双重使命是“和谐的”；5）短期利率是常态下的政策工具；6）货币（数量）是重要的，应关注货币创造机制及金融和经济含义；7）有效沟通，少说话，说重要的话，用结果问责。

- **沃什对于美国经济与金融现状的观察，指向更鹰派的政策立场。**沃什的三点观察是：第一，资本开支、美股表现、盈利预期和信用利差等表明，金融条件不具有限制性；第二，消费有韧性，劳动力市场处于充分就业状态；第三，潜在通胀并未出现实质性改善，边际上虽然有所降温，但需确信其是否明确地、足够快地向 2%收敛。沃什明确，通胀是当前政策的主要矛盾，暗示如果通胀下行速度不达预期，或将开始加息（“有工作要做”）。

- **沃什的演讲相当于一次“加息宣言”，但 9 月加息的条件仍不充分，12 月概率较高。**沃什演讲的主要信息增量是政策反应函数更加明确，通胀是短期的主要矛盾更加明确，触发加息的通胀条件也更加明确。我们认为，美联储仍需时间观察和确认通胀下行的速率。9 月加息并非基准假设，10 月例会又临近中期选举，如果未来数月通胀下行不达预期，12 月例会加息的概率较高。并且，我们不建议将其理解为“一次性预防式加息”。

二、大类资产&海外事件&数据：沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水

沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水。当周，标普 500 上涨 0.5%；10Y 美债收益率下行 1.0bp；美元指数上涨至 99.68，美元兑离岸人民币升值至 6.7314；布油价格下跌 5.4%至 89.3 美元/桶，COMEX 金价格下跌 3.4%，COMEX 银价格下跌 4.9%。

美债净发行下降，关键航道通行仍处低位。截至 8 月 26 日，美债 15 日滚动净发行额降至 139.5 亿美元，低于去年同期。截至 8 月 27 日，美国日历年累计赤字规模 1.3 万亿美元，高于去年同期。关键航道通行仍处低位，红海流量回落。8 月 27 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过量为 5 艘。

美国 7 月 PCE 通胀强于预期，德国 IFO 商业景气指数大幅上升。沃什杰克逊霍尔讲话偏鹰；美国非农初步基准修正下修 7.9 万人就业；7 月美国 PCE 通胀同比 3.7%，环比 0.2%，略强于市场预期；德国 8 月 IFO 商业景气指数大幅提升至 88.8，市场预期 87.2，凸显经济恢复趋势。

风险提示：中东地缘政治冲突升级；AI 融资流动性压力；美联储超预期转“鹰”

目录

一、加息，“箭在弦上”——沃什杰克逊霍尔年会“首秀” 6

二、大类资产&海外事件&数据：沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水 11

（一）大类资产：沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水 11
（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行下降 15
（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 16
（四）中期选举：特朗普净支持率-20% 17
（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点 18
（六）关税：美国与加拿大关税冲突升级 18
（七）海外央行：沃什杰克逊霍尔讲话传递鹰派信号 19
（八）就业：美国非农初步基准修正下修 7.9 万人就业 22
（九）PCE：美国 7 月 PCE 通胀强于市场预期 22
（十）德国：IFO 商业景气指数大幅上升 23
（十一）高频：失业金申领人数低于市场预期 23

三、全球宏观日历：关注美国 8 月非农就业数据 24

风险提示 25

图表目录

图表 1：沃什演讲期间美股表现.....6
图表 2：沃什演讲期间美债利率走势.....6
图表 3：沃什演讲期间美元汇率走势.....6
图表 4：沃什演讲期间黄金与原油走势.....6
图表 5：沃什演讲期间年内加息预期升温.....7
图表 6：未来一年美联储加息预期升温.....7
图表 7：美国劳动生产率增速持续反弹（10 年同比）.....7
图表 8：美国制造业劳动生产率增速开始反弹.....7
图表 9：美国非农商业劳动生产率增速.....7
图表 10：美国私人非农商业劳动生产率增速的拆解.....7
图表 11：美联储“沟通框架”的演变.....8
图表 12：美国金融条件指数.....9
图表 13：金融条件是顺周期的.....9
图表 14：美国私人部门内需的韧性.....9
图表 15：失业率还有进一步下行的空间.....9
图表 16：PCE 通胀的扩散（131 个分项）.....10
图表 17：核心 PCE 通胀的扩散（121 个分项）.....10
图表 18：核心 PCE 同比（申万宏源预测）.....10
图表 19：美国“潜在通胀”正缓慢偏离 2%目标.....10
图表 20：当周，发达市场股指多数上涨.....11
图表 21：当周，新兴市场股指涨跌互现.....11
图表 22：当周，美国标普 500 行业多数下跌.....11
图表 23：当周，欧元区行业多数上涨.....11
图表 24：当周，恒生指数悉数下跌.....12
图表 25：当周，行业方面多数下跌.....12
图表 26：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行.....12
图表 27：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势.....12
图表 28：当周，新兴市场 10Y 国债收益率涨跌互现.....12
图表 29：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势.....12

图表 30：美元指数上涨，其他货币兑美元悉数贬值.....13
图表 31：当周，欧元兑美元走势.....13
图表 32：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌.....13
图表 33：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势.....13
图表 34：当周，美元兑在岸人民币基本持平于 6.72.....13
图表 35：当周，美元兑离岸人民币升值至 6.7314.....13
图表 36：当周，大宗商品价格多数上涨.....14
图表 37：当周，WTI 原油、布伦特原油价格下跌.....14
图表 38：当周，焦煤价格、螺纹钢价格上涨.....14
图表 39：LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌.....15
图表 40：当周，通胀预期下行至 2.31%.....15
图表 41：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌.....15
图表 42：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.42%.....15
图表 43：美国 TGA 规模上升.....15
图表 44：美债净发行规模本周下降.....15
图表 45：美国长期国债总发行规模.....16
图表 46：美债净发行季节性表现.....16
图表 47：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平.....16
图表 48：今年财政支出高于去年同期水平.....16
图表 49：美国 2026 年财政收入高于去年同期.....16
图表 50：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期.....16
图表 51：特朗普总统职位支持率.....17
图表 52：国会支持率.....17
图表 53：特朗普总统的净支持率.....17
图表 54：polymarket 参议院概率.....17
图表 55：民主党、共和党众议院预测席位走势.....18
图表 56：民主党、共和党参议院预测席位走势.....18
图表 57：霍尔木兹海峡油轮过境数量.....18
图表 58：曼德海峡油轮过境数量.....18
图表 59：美国对各国/各地区关税税率.....19
图表 ：本周美联储年底利率不变概率下降.....

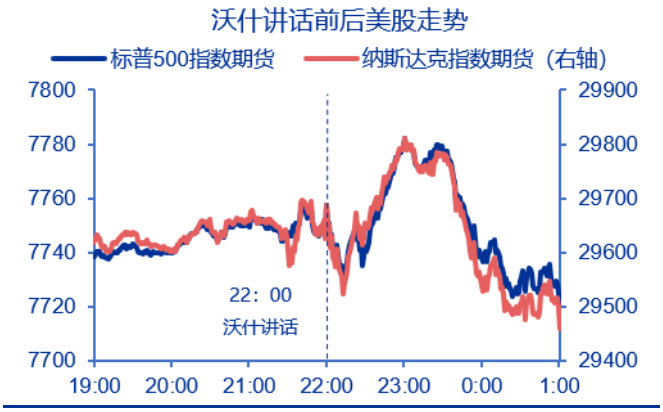
图表 61：市场预期欧央行在 9 月加息(8 月 28 日) 20
图表 62：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 8 月 29 日） 20
图表 63：联储官员倾向（截止 8 月 28 日） 20
图表 64：本周美联储官员发言 21
图表 65：本周欧央行官员发言 21
图表 66：美联储点阵图及市场预期（截止 8 月 28 日） 21
图表 67：非农年度基准下修 7.9 万人就业（初步） 22
图表 68：零售业就业人数下修幅度最大 22
图表 69：美国 7 月整体 PCE 通胀超预期强劲 22
图表 70：德国 8 月 IFO 商业景气指数大幅改善 23
图表 71：德国制造业预期改善最为显著 23
图表 72：当周初申领失业金人数（非季调） 23
图表 73：当周持续申领失业金人数（非季调） 23
图表 74：周度职位空缺数小幅回落 24
图表 75：美国州层面的失业压力不大 24
图表 76：美国红皮书零售指数回升 24
图表 77：美国经济增速高频指标回升 24
图表 78：全球主要宏观经济数据日历 24

北京时间 8 月 28 日 22:00，美联储主席沃什 Jackson Hole 首秀，政策反应函数更加明确：若“潜在通胀”向 2%收敛的速度不达预期，美联储或“随时准备根据形势采取行动”。根据最新反应函数与通胀前景，美联储年内加息的概率显著上升。

一、加息，“箭在弦上”——沃什杰克逊霍尔年会“首秀”

沃什在 Jackson Hole 年会的开场演讲包含四方面内容：第一，AI 革命的经济与货币政策含义；第二，前瞻指引改革；第三，货币政策实践的关键原则；第四，对当前美国经济现状的看法。总体而言，沃什的演讲仍围绕五大工作组的改革议程展开，对经济现状的理解与政策反应函数的描述符合市场预期的“中性偏鹰”基调。市场总体呈现为“紧缩交易”特征，美股和金价回调，美债利率和美元汇率上行。利率期货市场隐含的 9 月加息的概率从 35%升至 57%，2026 年加息次数从 1.1 次升至 1.5 次，未来一年加息次数从 1.8 次升至 2.4 次。

图表 1：沃什演讲期间美股表现



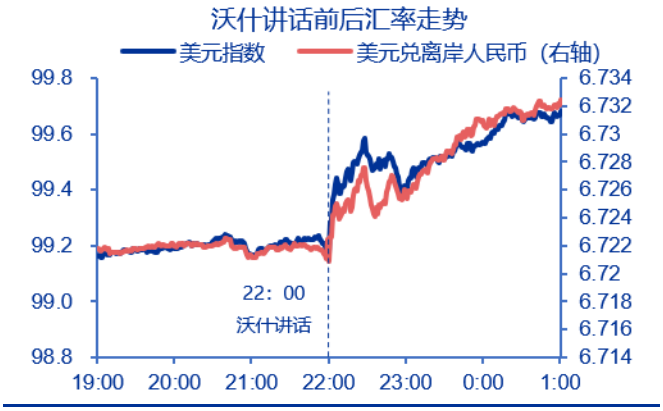
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 2：沃什演讲期间美债利率走势



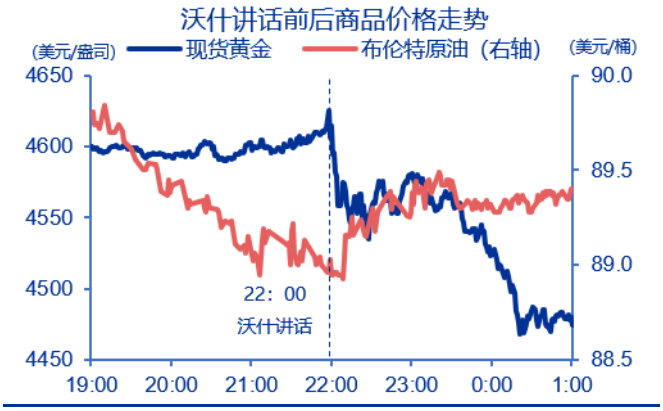
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 3：沃什演讲期间美元汇率走势



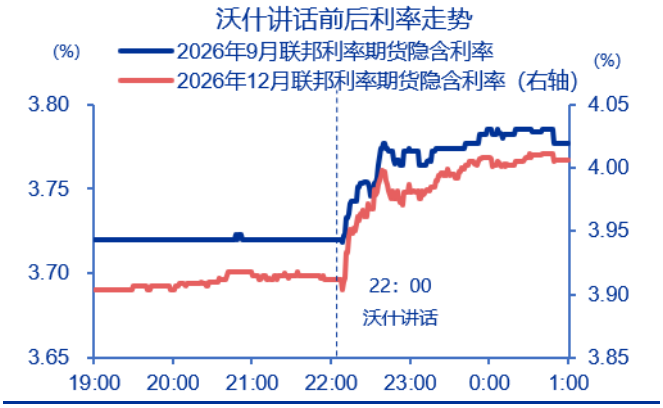
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 4：沃什演讲期间黄金与原油走势



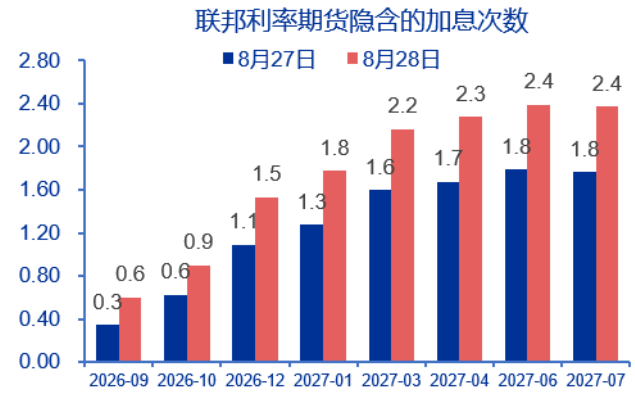
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 5：沃什演讲期间年内加息预期升温



资料来源：彭博、申万宏源研究

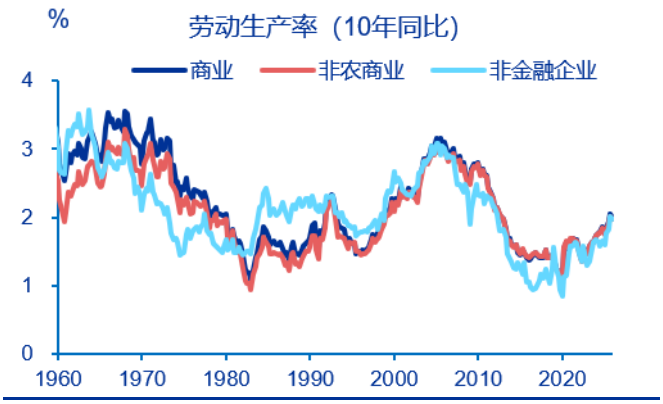
图表 6：未来一年美联储加息预期升温



资料来源：彭博、申万宏源研究

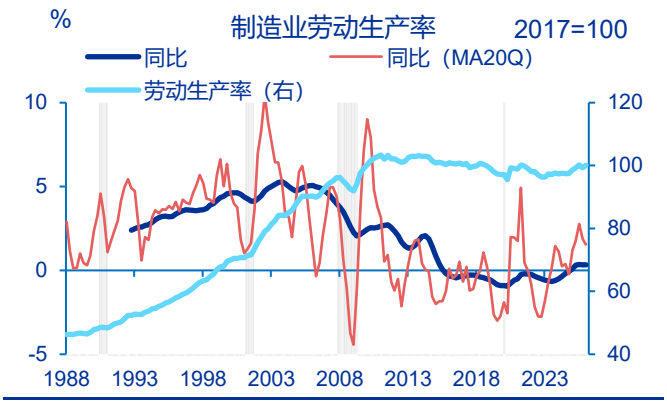
沃什对 AI 提升劳动生产率的前景持乐观态度，但时间、幅度及分配等问题仍不明确。短期而言，更需关注 AI 资本开支可能加剧供求矛盾、增强通胀粘性。短期而言，如果生产率“大爆炸”未能实现，AI 企业加杠杆行为所形成的金融周期或将加剧供求关系的矛盾、提升通胀粘性。换言之，不应将 AI 资本开支需求或融资约束视为美联储加息的“硬约束”。在“沃什新政”系列报告之一《生产率“拐点”与美联储“按兵不动”》中，我们从宏观、中观和微观数据中考察了美国劳动生产率增长状况，认为虽然可以对 AI 提升生产率增长的前景持乐观态度，但短期内宏观含义仍不显著，所以并非美联储当前决策的主要矛盾。

图表 7：美国劳动生产率增速持续反弹（10 年同比）



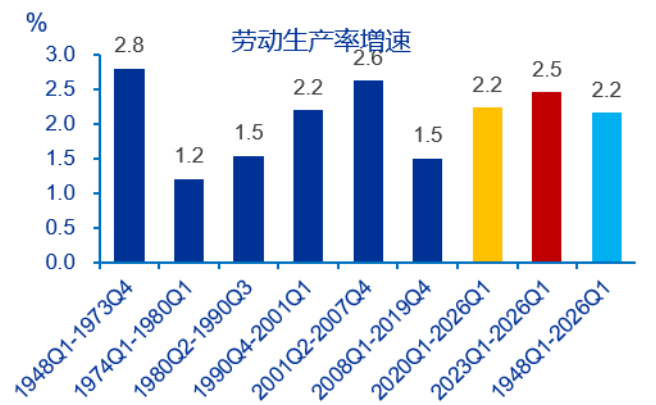
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 8：美国制造业劳动生产率增速开始反弹

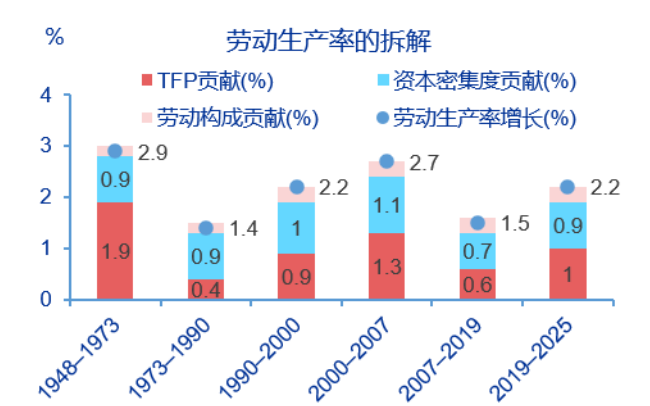


资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 9：美国非农商业劳动生产率增速



图表 10：美国私人非农商业劳动生产率增速的拆解

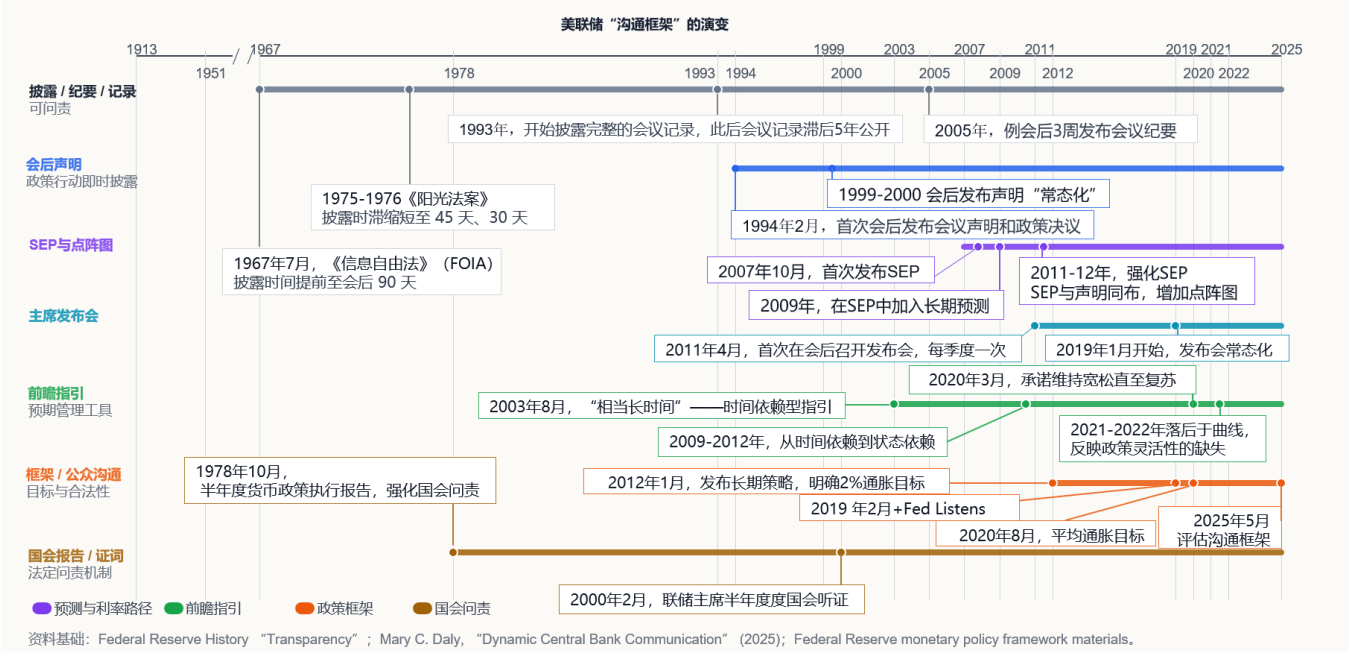


资料来源：CEIC、申万宏源研究

资料来源：CEIC、申万宏源研究

沃什正在寻找前瞻指引的替代方案，愿景是以一种“建设性模糊”的方式进行更加“有效的沟通”。沃什认为，在供给冲击频发和高不确定的环境下，前瞻指引是“以清晰之名制造混乱”。在“沃什新政”系列报告二《让数据“说话”： 沃什“沟通框架”改革》中，我们认为，沃什沟通框架改革不改变美联储政策立场，但会改变资产定价的驱动因子：宏观交易从“猜 Fed 怎么说”转向“判断 Fed 在什么条件下会怎么做”。如果说 7 月例会是一次“沟通事故”，本次杰克逊霍尔演讲就是一次“有效的沟通”，演讲期间，30 年-10 年美债期限利差有所收敛。

图表 11：美联储“沟通框架”的演变

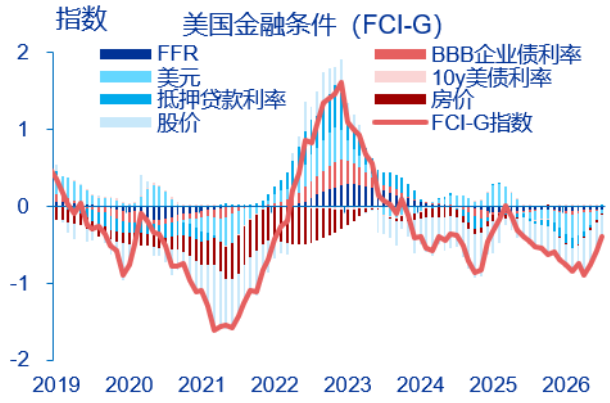


资料来源：美联储，申万宏源研究

沃什提了 7 条货币政策实践的“关键原则”。第一，决策依据的数据必须尽可能相关、同步、准确，且趋势比单点值更重要；第二，货币政策是需求管理政策，追求的是供求平衡，但由于供给不可观测，实质上仍是“盲人摸象”，这或许对应着格林斯潘的微调原则——不轻易行动，一旦行动就不轻易回头；第三，PCE 同比 2%目标是明确的，是美联储坚守的职责；第四，最大就业也是美联储的职责，双重使命是和谐的；第五，短期利率是常态下的政策工具；第六，货币（数量）是重要的，应关注货币创造机制及金融和经济含义；第七，有效沟通，少说话，说重要的话，用结果问责。

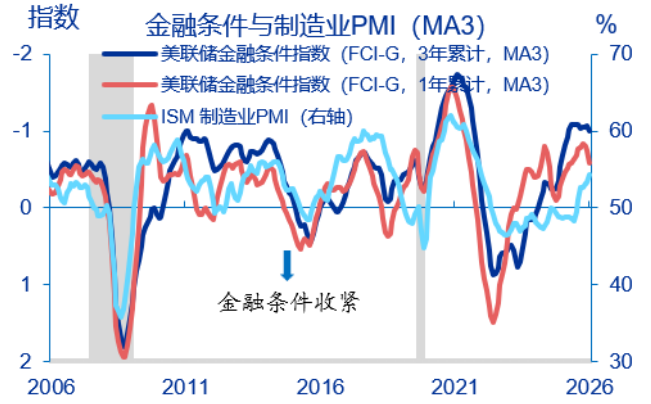
沃什对于美国经济与金融现状的观察，指向更鹰派的政策立场。沃什认为，资本开支、美股表现、盈利预期和信用利差等表明，金融条件不具有限制性。一方面，美联储基于利率、美股、信贷等构建的金融条件指标（FCI-G）表明，当前美国金融条件是宽松的。从需求角度而言，金融条件是顺周期的。另一方面，基于（长期）中性利率或（短期）泰勒规则的评估也表明，美联储货币政策利率不具有限制性。从“第一性原理”出发，加息应只是时间问题。

图表 12：美国金融条件指数



资料来源：CEIC、申万宏源研究

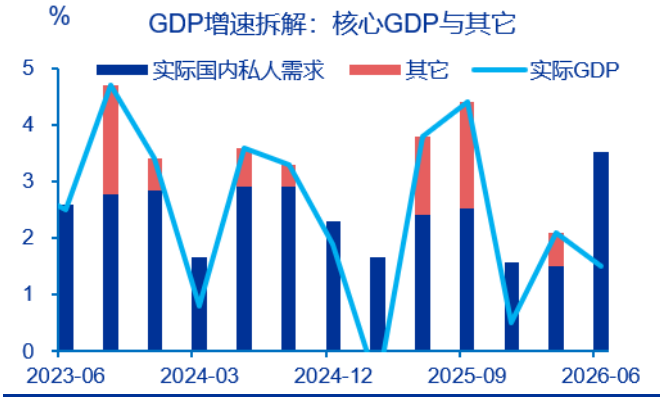
图表 13：金融条件是顺周期的



资料来源：CEIC、申万宏源研究

沃什的第二个观察是：美国经济经受冲击的韧性增强了，消费依然有韧性，劳动力市场处于充分就业状态。这相当于说，在双重使命当中，最大就业暂时不是加息的约束条件。另一层潜台词是，如果微调式加息，对经济的负面冲击或许是可控的。沃什认为，由于劳动供给是下降的，新增就业人数下降也是合理的。失业率和领取失业救济金的人数持续运行于低位可以说明，劳动力市场处于充分就业状态，失业率甚至还有进一步下行的空间。

图表 14：美国私人部门内需的韧性



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 15：失业率还有进一步下行的空间

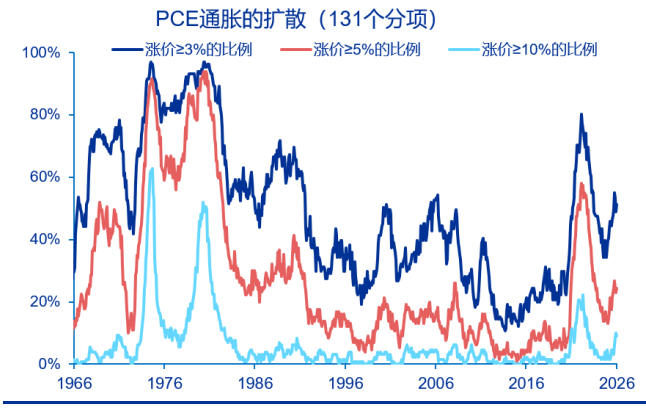


资料来源：CEIC、申万宏源研究

第三，潜在通胀（underlying inflation）并未实质性改善，边际上虽然有所降温，但需确信其是否明确地、足够快地向 2%收敛。沃什明确，通胀是当前政策的主要矛盾，暗示如果通胀下行速度不达预期，或将开始加息（“有工作要做”）。潜在通胀概念在沃什的通胀框架中至关重要。沃什从多个角度说明，潜在通胀压力并未实质性改善。沃什认为，工资增速并非判断潜在通胀的可靠依据，换言之，虽然当前美国工资增速维持下行趋势，但并不能认为潜在通胀也在下行。

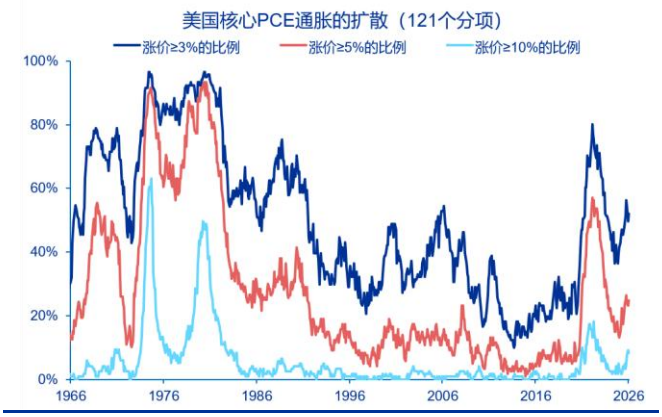
沃什认为，从扩散指数观察基础通胀更为可靠，数据显示，潜在通胀的趋势令人担忧。“过去 12 个月，PCE 篮子中有 54%的商品和服务价格上涨超过 3%。这一比例远低于疫情后约 77%的峰值，但仍远高于疫情前 20 年间 32%的水平。 “ “只看过去 个月，结论相似：PCE 篮子中有 %的商品和服务价格折合年率上涨超过 % 。同样，这一比例远低于疫情后的峰值，但仍处于相当高的水平。”

图表 16：PCE 通胀的扩散（131 个分项）



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 17：核心 PCE 通胀的扩散（121 个分项）

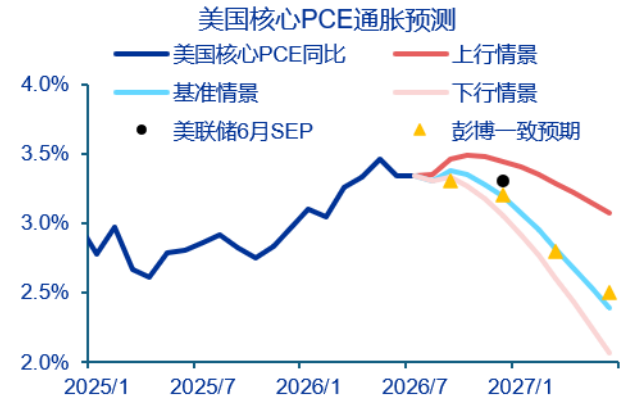


资料来源：CEIC、申万宏源研究

沃什并未明确“理想的”通胀收敛速度，但基于我们的预测和对潜在通胀趋势的评估，年内去通胀停滞不前的概率不低。基准场景下，假设薪资增速持平、关税通胀逐步回落、布油价格在 80-90 美元/桶区间震荡、AI 对 PCE 通胀推升 0.0-0.3 个百分点，年内核心 PCE 同比或难回落至 3%以下。通胀上行场景假设薪资增速上行、关税通胀缓慢回落、布油在 100-110 美元/桶区间、AI 对 PCE 通胀推升 0.3-0.6 个百分点，PCE 同比将不降反升。这两种场景或均对应美联储年内加息。基于工资、生产率、中长期通胀预期、劳动力市场松紧状况等综合评估，美国“潜在通胀”正偏离 2%目标，偏离度仍在扩张的趋势中。

沃什杰克逊霍尔的演讲是一次“加息宣言”，但 9 月加息的条件仍不充分，12 月概率较高。基于沃什描述的最新政策反应函数，美联储年内启动加息的概率显著提升。沃什演讲的主要信息增量是政策反应函数更加明确，通胀是短期政策的主要矛盾更加明确，按兵不动的条件更为苛刻：潜在通胀较快收敛至 2%。我们认为，美联储仍需时间观察和确认通胀下行的速率。9 月加息并非基准假设，10 月例会又临近中期选举，如果未来数月通胀下行不达预期，12 月例会加息的概率较高。并且，我们不建议将其理解为“一次性地预防式加息”，而是货币政策周期“拐点”的确立。

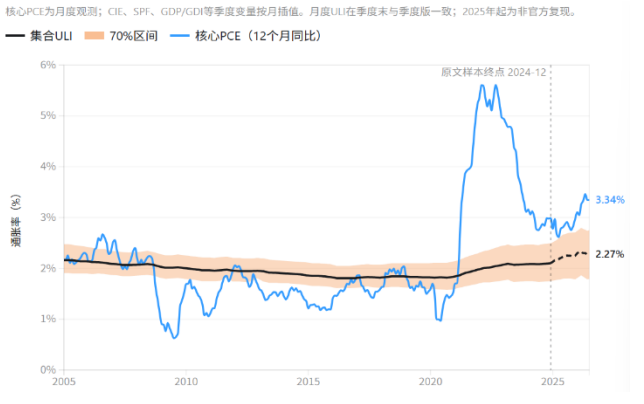
图表 18：核心 PCE 同比（申万宏源预测）



资料来源：CEIC、申万宏源研究

数据说明：基准情形：薪资增速持平，关税通胀逐步回落，布油区间 80-90 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升 0.0-0.3 个百分点；上行情景：薪资增速上行，关税通胀缓慢回落，布油区间 100-110 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升 0.3-0.6 个百分点；下行情景：薪资增速回落，关税通胀加速回落，布油区间 60-70 美元/桶，AI 对 PCE 通胀推升-0.3-0.0 个百分点；如果考虑 BEA 9 月调整 PCE 统计口径，预测值或下移 -bp。

图表 19：美国“潜在通胀”正缓慢偏离 2%目标



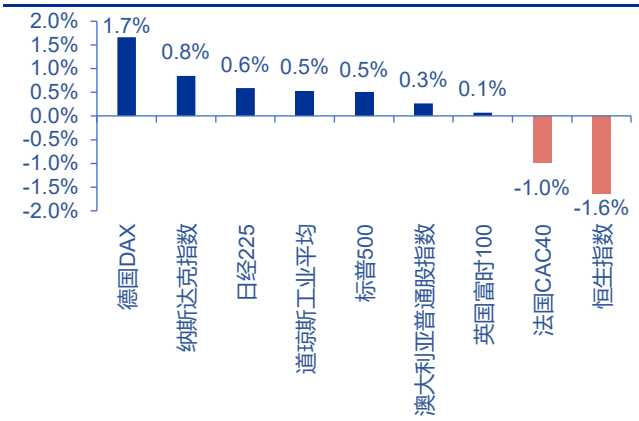
资料来源：美联储，CEIC、申万宏源研究

二、大类资产&海外事件&数据：沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水

（一）大类资产：沃什放鹰叠加油价回落，美元走强贵金属跳水

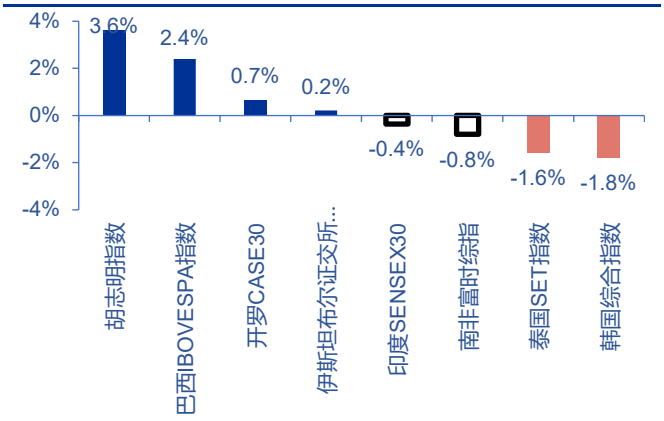
当周，发达市场股指多数上涨，新兴市场股指涨跌互现。发达市场股指方面，德国 DAX、纳斯达克指数、日经 225 分别上涨 1.7%、0.8%、0.6%；新兴市场股指方面，胡志明指数、巴西 IBOVESPA 指数、开罗 CASE30 分别上涨 3.6%、2.4%、0.7%。

图表 20：当周，发达市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

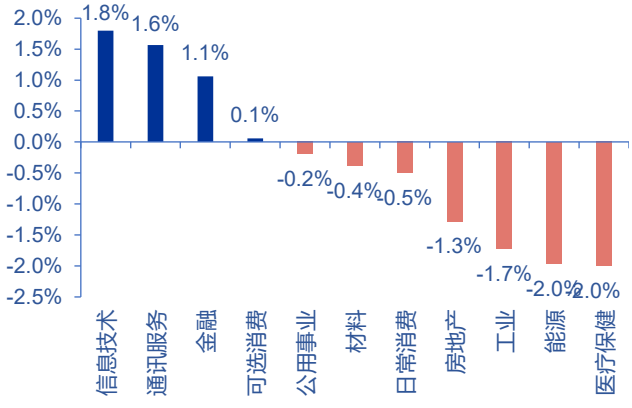
图表 21：当周，新兴市场股指涨跌互现



资料来源：Wind，申万宏源研究

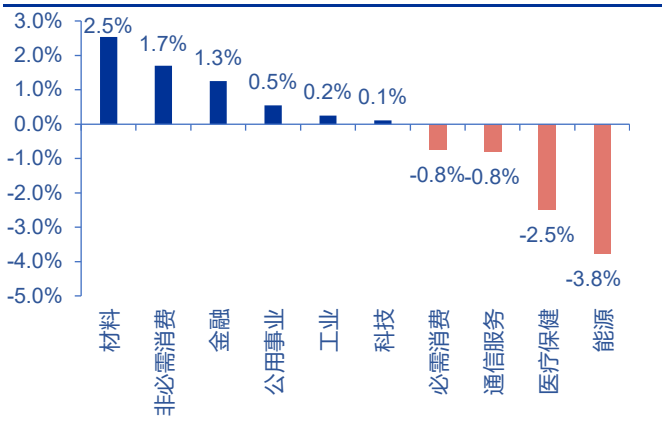
当周，美国标普 500 行业多数下跌。能源、医疗保健、工业分别下跌 2.0%、2.0%、1.7%；欧元区行业多数上涨，材料、非必需消费、金融分别上涨 2.5%、1.7%、1.3%。

图表 22：当周，美国标普 500 行业多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

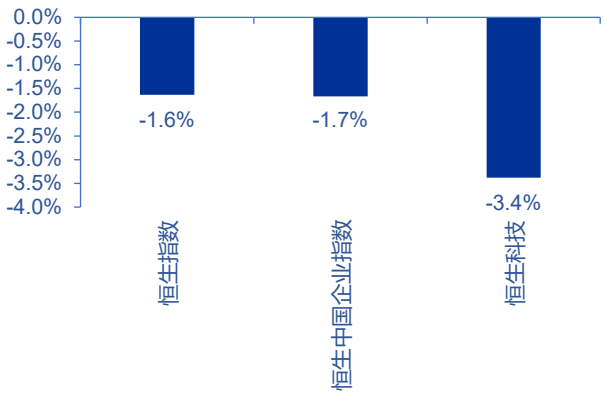
图表 23：当周，欧元区行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

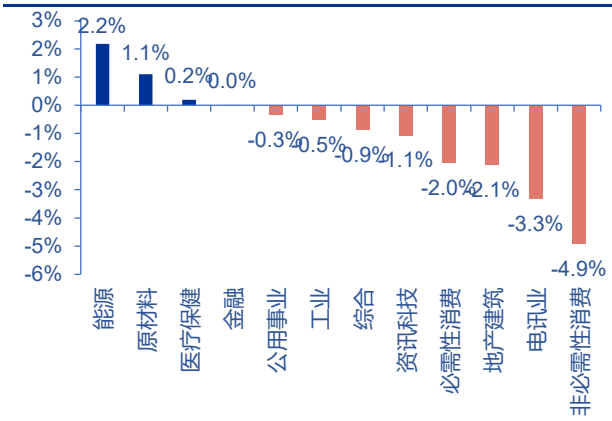
当周，恒生指数悉数下跌，行业方面多数下跌。恒生指数下跌 1.6%，恒生中国企业指数下跌 1.7%，恒生科技下跌 3.4%。行业方面，非必需性消费、电讯业、地产建筑分别下跌 4.9%、3.3%、2.1%，能源、原材料、医疗保健分别上涨 2.2%、1.1%、0.2%。

图表 24：当周，恒生指数悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

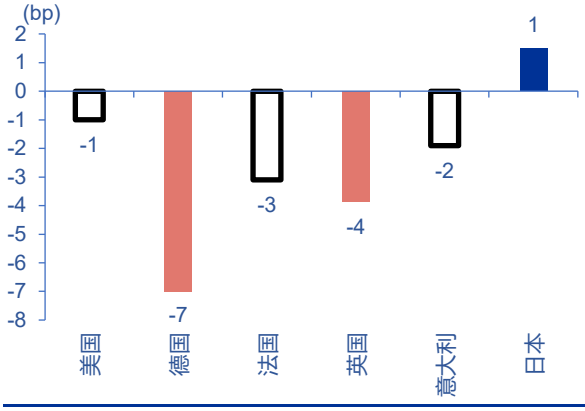
图表 25：当周，行业方面多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

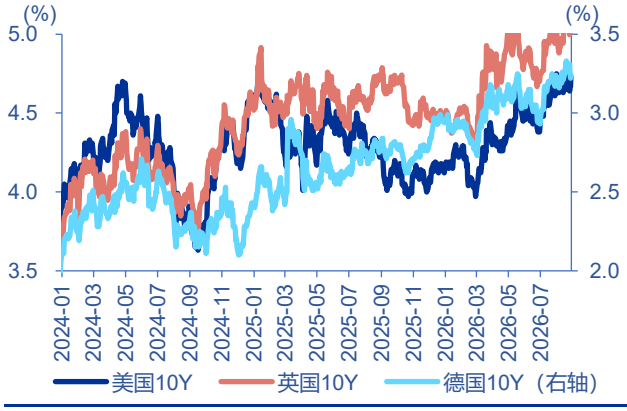
当周，发达国家 10 年期国债收益率多数下行。德国 10 年期国债收益率下行 7.0bp 至 3.24%，英国 10 年期国债收益率下行 3.8bp 至 5.01%，法国 10 年期国债收益率下行 3.1bp 至 4.10%，意大利 10 年期国债收益率下行 1.9bp 至 4.07%，日本 10 年期国债收益率上行 1.5bp 至 2.90%，美国 10 年期国债收益率下行 1.0bp 至 4.73%。

图表 26：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

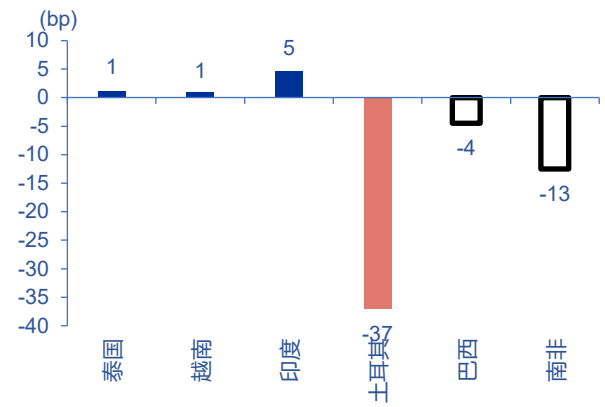
图表 27：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

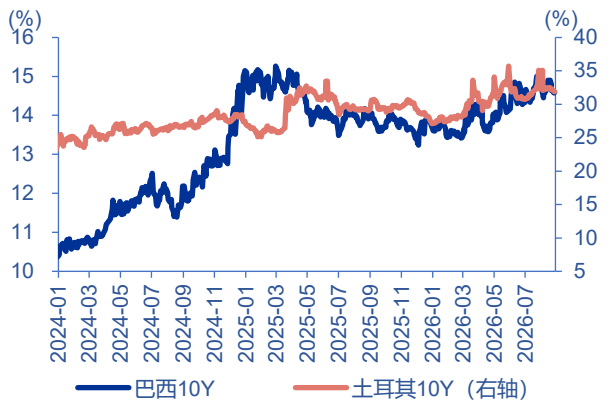
当周，新兴市场 10 年期国债收益率涨跌互现。土耳其 10 年期国债收益率下行 37.0bp 至 31.89%，南非 10 年期国债收益率下行 12.5bp 至 8.63%，印度 10 年期国债收益率上行 4.6bp 至 6.89%，巴西 10 年期国债收益率下行 4.5bp 至 14.59%，泰国 10 年期国债收益率上行 1.2bp 至 2.12%，越南 10 年期国债收益率上行 0.9bp 至 4.57%。

图表 28：当周，新兴市场 10Y 国债收益率涨跌互现



资料来源：Wind，申万宏源研究

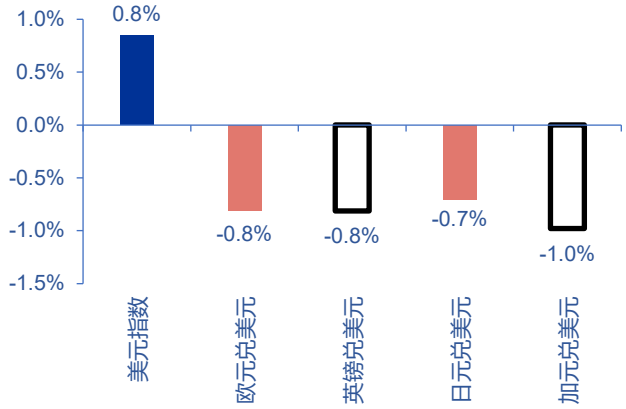
图表 29：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，美元指数上涨，其他货币兑美元悉数贬值。美元指数上涨至 99.68，欧元兑美元贬值 0.8%，英镑兑美元贬值 0.8%，日元兑美元贬值 0.7%，加元兑美元贬值 1.0%。主要新兴市场货币兑美元多数下跌，土耳其里拉兑美元贬值 0.4%，印尼卢比兑美元升值 0.1%，菲律宾比索兑美元贬值 0.9%，雷亚尔兑美元贬值 1.0%，韩元兑美元升值 0.7%，埃及镑兑美元升值 1.2%，墨西哥比索兑美元贬值 0.7%。

图表 30：美元指数上涨，其他货币兑美元悉数贬值



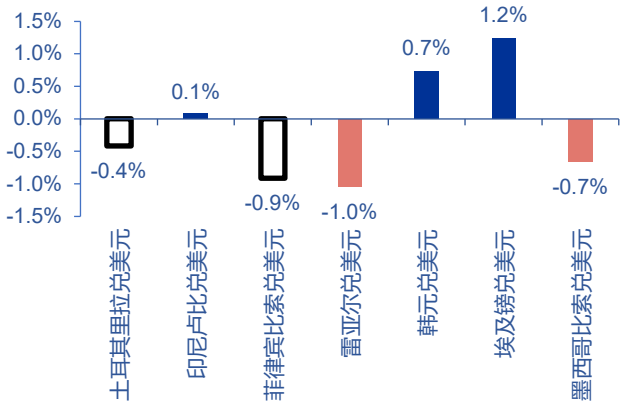
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 31：当周，欧元兑美元走势



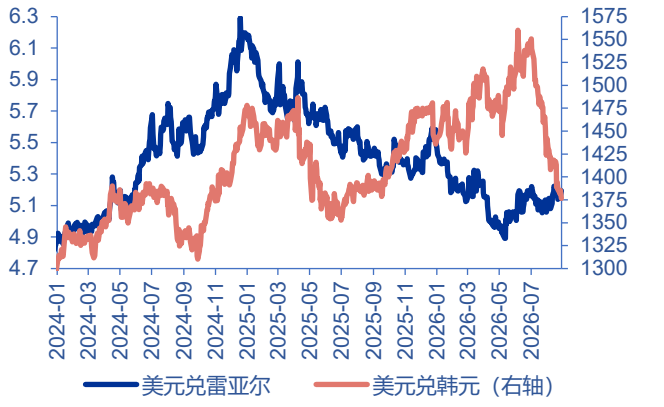
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 32：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

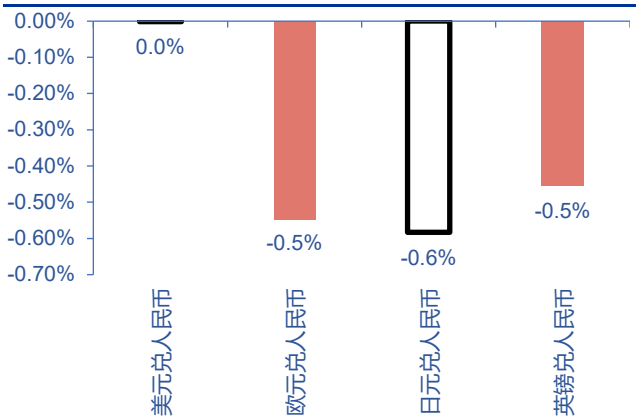
图表 33：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



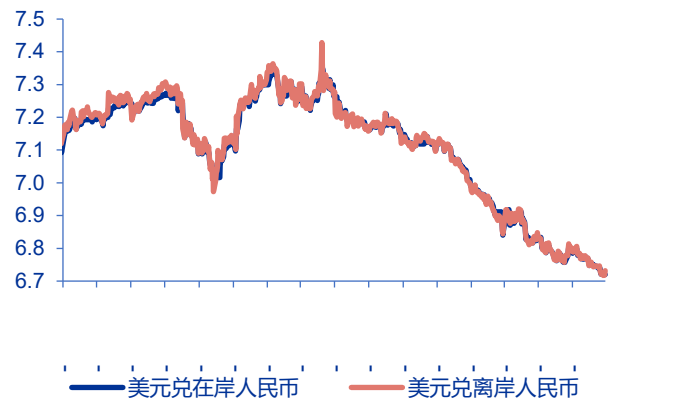
资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，美元兑人民币基本持平。美元兑在岸人民币基本持平于 6.7204，美元兑离岸人民币升值至 6.7314，欧元兑人民币贬值 0.5%，日元兑人民币贬值 0.6%，英镑兑人民币贬值 0.5%。

图表 34：当周，美元兑在岸人民币基本持平于 6.72



图表 35：当周，美元兑离岸人民币升值至 6.7314



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

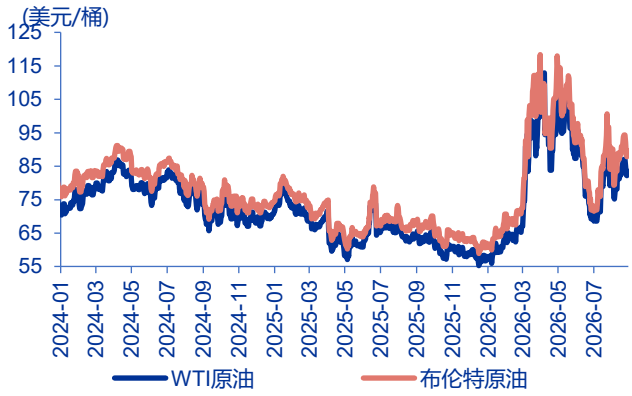
当周，大宗商品价格多数上涨。豆粕价格上涨 3.5%至 3340.0 元/吨，沥青价格上涨 3.2%至 4651.0 元/吨，焦煤价格上涨 3.0%至 1629.0 元/吨，布伦特原油价格下跌 5.4%至 89.3 美元/桶，COMEX 银价格下跌 4.9%至 66.3 美元/盎司，WTI 原油价格下跌 4.2%至 83.4 美元/桶。

图表 36：当周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2026-08-28	2026-08-21	2026-08-14	2026-08-07	2026-07-31
原油	WTI原油	-4.2%	5.7%	5.4%	-7.7%	-5.2%
	布伦特原油	-5.4%	6.6%	5.9%	-7.3%	-6.9%
贵金属	COMEX黄金	-3.4%	5.4%	0.6%	7.3%	-0.5%
	COMEX银	-4.9%	7.2%	2.3%	10.5%	-2.0%
有色	LME铜	0.9%	0.7%	0.3%	2.1%	1.3%
	LME铝	-0.1%	-0.1%	-1.1%	3.2%	0.6%
	LME镍	0.0%	1.2%	-0.9%	-2.3%	-0.5%
	LME锌	2.8%	1.6%	0.9%	2.8%	1.1%
黑色	玻璃	2.2%	4.6%	-2.0%	1.1%	-3.6%
	焦煤	3.0%	15.1%	8.4%	7.3%	-8.1%
	沥青	3.2%	3.8%	4.0%	1.4%	-3.6%
	铁矿石	2.2%	-0.4%	-0.8%	0.1%	-4.0%
	螺纹钢	2.4%	0.8%	0.2%	0.1%	-2.3%
农产品	生猪	-1.6%	-0.5%	2.3%	12.7%	-3.5%
	棉花	0.7%	1.9%	3.3%	3.0%	-1.6%
	豆粕	3.5%	2.0%	2.0%	1.0%	-4.8%
	豆油	1.6%	3.3%	1.2%	0.6%	-2.7%

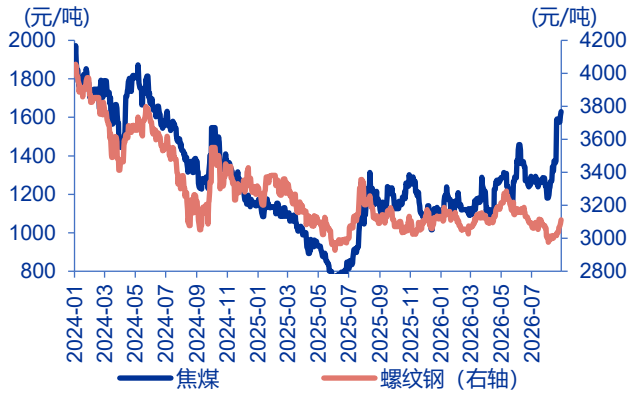
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 37：当周，WTI 原油、布伦特原油价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

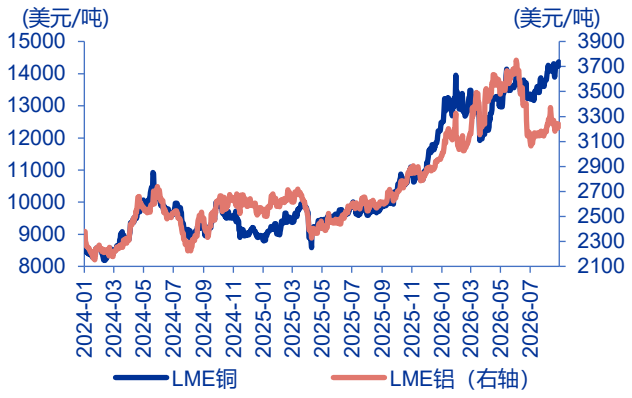
图表 38：当周，焦煤价格、螺纹钢价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

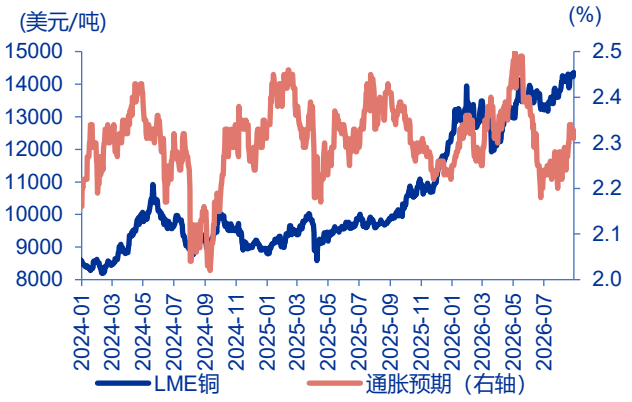
当周，有色金属价格多数上涨、贵金属价格悉数下跌。LME 锌上涨 2.8%至 3929.0 美元/吨，LME 铜上涨 0.9%至 14365.0 美元/吨；通胀预期下行至 2.31%；COMEX 黄金价格下跌 3.4%至 4453.8 美元/盎司，COMEX 银价格下跌 4.9%至 66.3 美元/盎司；10Y 美债实际收益率上行 2.0bp 至 2.42%。

图表 39：LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌



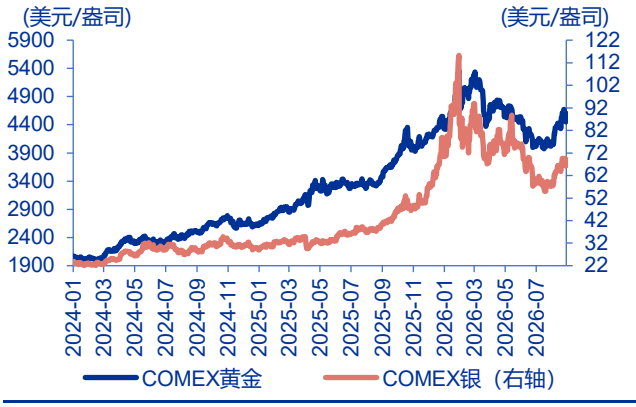
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 40：当周，通胀预期下行至 2.31%



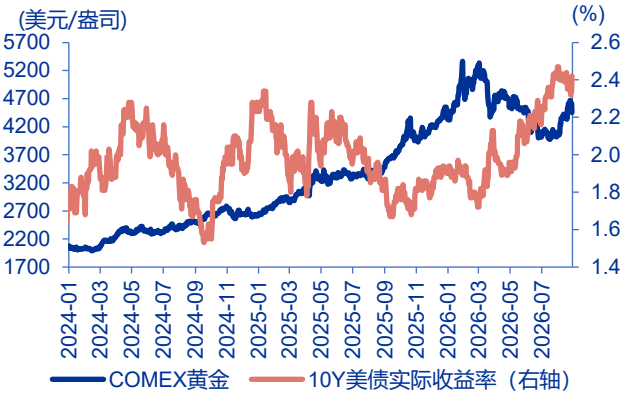
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 41：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 42：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.42%

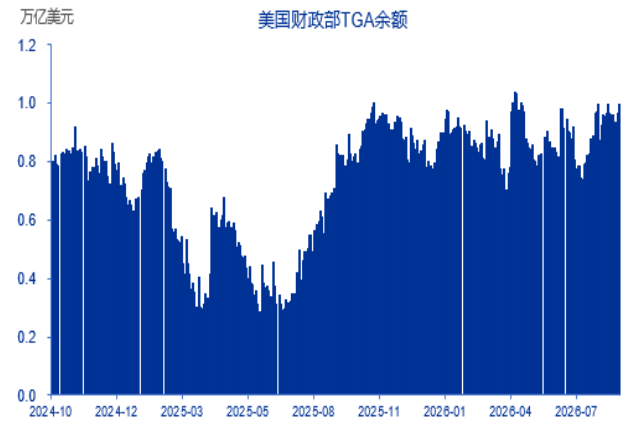


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行下降

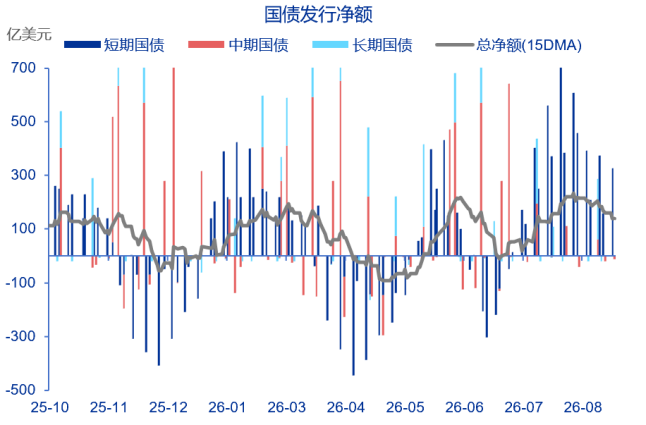
截至 2026 年 8 月 26 日，美国 TGA 余额升至 9594 亿美元，较上周上升；本周（2026 年 8 月 20 日-2026 年 8 月 25 日），短期国债出现多日较高规模赎回。截至 8 月 26 日，美债 15 日滚动净发行额最新降至 139.51 亿美元，低于去年同期的 197.73 亿美元。

图表 43：美国 TGA 规模上升



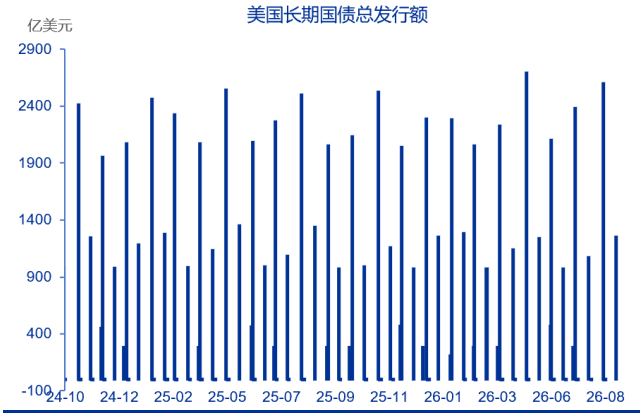
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 44：美债净发行规模本周下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 45：美国长期国债总发行规模



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 46：美债净发行季节性表现

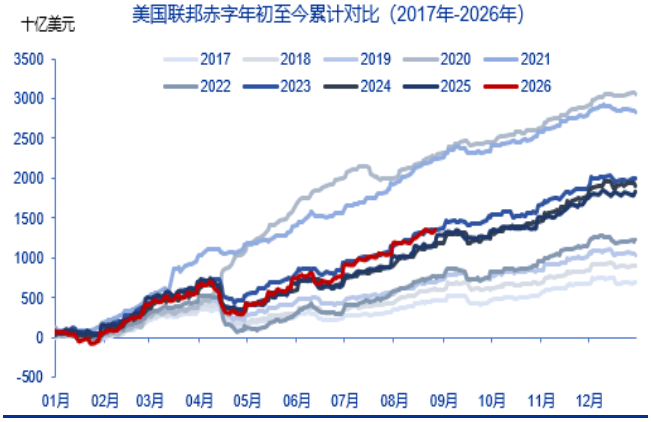


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

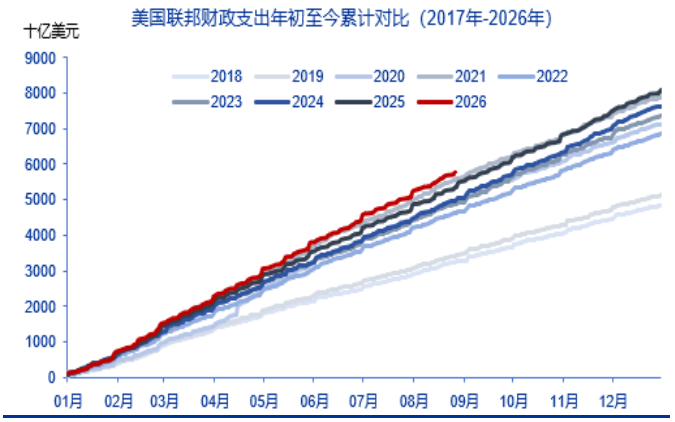
截至 2026 年 8 月 27 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 13487 亿美元，去年同期为 11741 亿美元；累计支出规模 57632 亿美元，去年同期 53668 亿美元；累计财政税收收入 34269 亿美元，去年同期 33016 亿美元；关税收入规模 2074 亿美元，去年同期 1571 亿美元。

图表 47：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



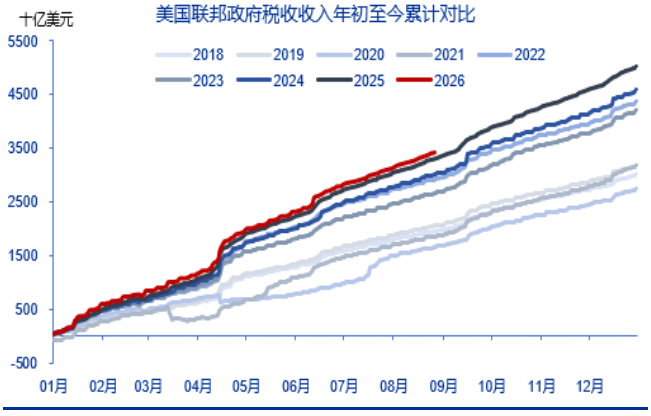
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 48：今年财政支出高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 49：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 50：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

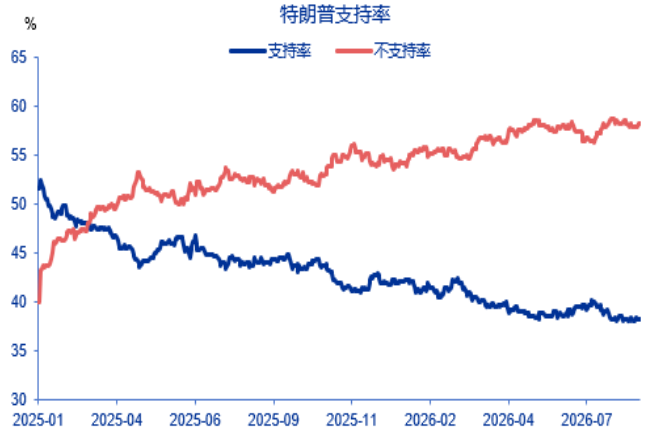


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-20%

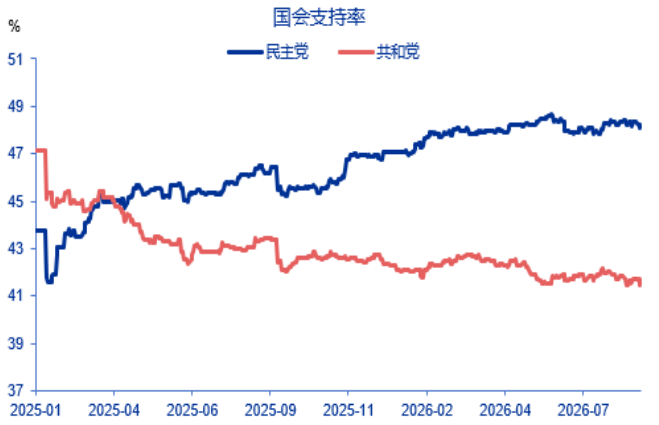
截至 2026 年 8 月 27 日，特朗普支持率 38%，反对率 58%，净支持率为-20%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 41%，民主党领先 7 个百分点。特朗普移民政策净支持率-13%，经济政策净支持率-28%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-46%。截至 8 月 27 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 51%，共和党为 50%。

图表 51：特朗普总统职位支持率



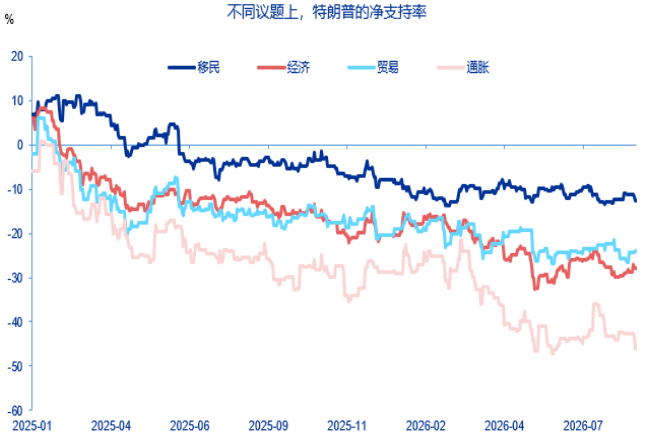
资料来源：西尔福观察，申万宏源研究

图表 52：国会支持率



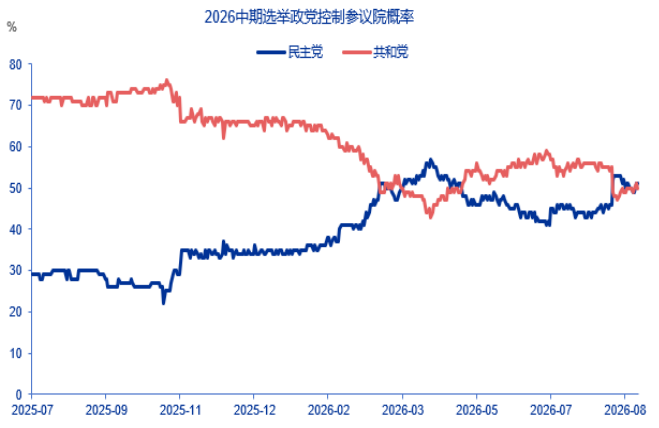
资料来源：西尔福观察，申万宏源研究

图表 53：特朗普总统的净支持率



资料来源：西尔福观察，申万宏源研究

图表 54：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博，申万宏源研究

截至 2026 年 8 月 27 日，众议院方面，民主党预测席位为 230 位，共和党预测席位为 206 位，民主党领先 24 位；参议院方面，民主党预测席位为 50 位，共和党预测席位为 50 位。

图表 55：民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源：Kalshi，申万宏源研究

图表 56：民主党、共和党参议院预测席位走势

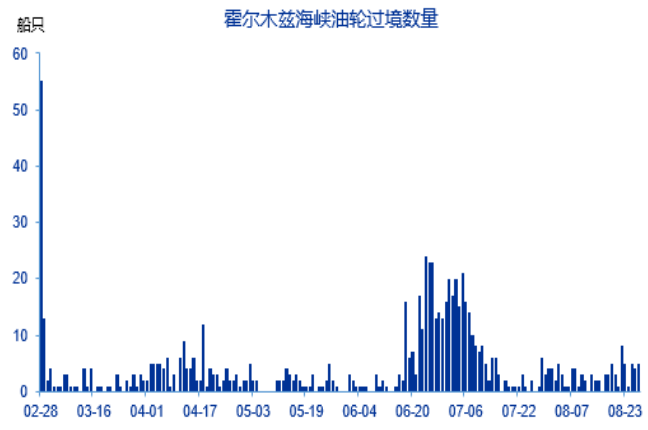


资料来源：Kalshi，申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点

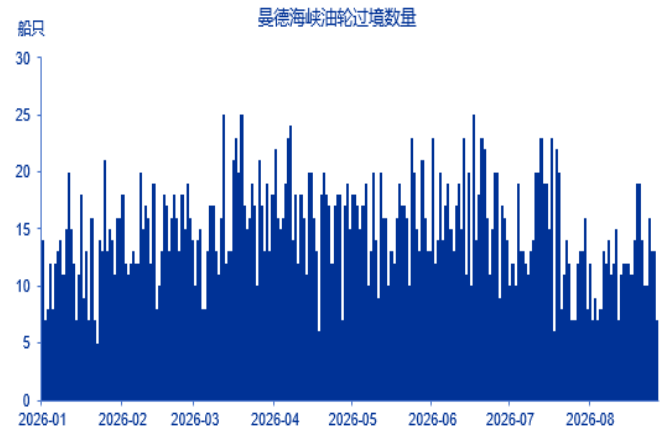
8 月 27 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 5 艘，周内有所回升但总体通航仍处低点。曼德海峡流量下降，8 月 27 日过境 7 艘油轮。

图表 57：霍尔木兹海峡油轮过境数量



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 58：曼德海峡油轮过境数量



资料来源：彭博，申万宏源研究

（六）关税：美国与加拿大关税冲突升级

8 月 22 日，美国依据《1930 年关税法》第 338 条，对约 276 亿加元加拿大商品实施最高 50%的附加关税，涉及酒类、乳制品等产品。8 月 25 日加拿大正式反击：宣布自 9 月 8 日起，对价值 276 亿加元的美国商品征收 15%、25%或 50%的报复性关税，覆盖钢铁、乳制品、家电、农业机械、纸浆造纸和电子产品等约 700 类商品。

图表 59：美国对各国/各地区关税税率

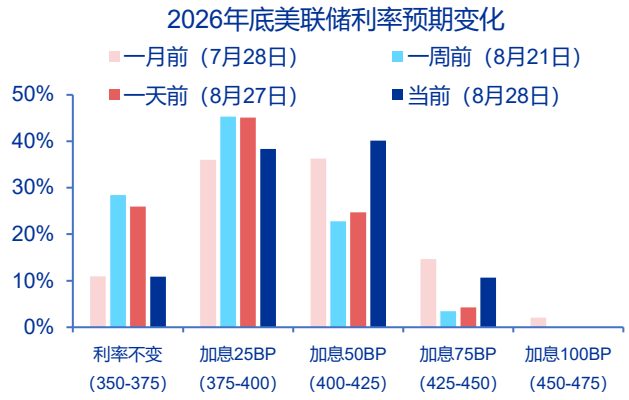
美国对各国/各地区关税税率(截至6月)	最新值	1个月变动	6个月移动平均	12个月移动平均	25年平均	关税收入（百万美元）	占比（%；关税占总额）	进口金额（百万美元）	占比（%；进口占总额）
孟加拉国	23.68%	0.27%	24.85%	28.61%	15.60%	216.2	1.0%	912.9	0.3%
中国大陆	21.69%	-0.23%	23.75%	29.90%	6.53%	5,200.0	24.3%	23,800.0	7.6%
柬埔寨	20.97%	0.20%	21.97%	24.27%	14.25%	291.4	1.4%	1,400.0	0.4%
阿拉伯联合酋长国	16.59%	1.12%	17.17%	15.93%	2.94%	59.5	0.3%	358.8	0.1%
印度尼西亚	14.53%	-0.26%	15.66%	17.87%	6.19%	408.6	1.9%	2,800.0	0.9%
土耳其	12.04%	-1.46%	13.90%	15.61%	4.28%	187.1	0.9%	1,600.0	0.5%
巴西	10.89%	0.25%	11.80%	14.34%	1.82%	329.6	1.5%	3,000.0	1.0%
日本	9.92%	-1.57%	10.67%	12.96%	2.24%	1,300.0	5.9%	12,700.0	4.0%
意大利	9.70%	-0.20%	10.12%	10.20%	3.00%	669.0	3.1%	6,900.0	2.2%
西班牙	9.33%	-0.65%	10.27%	10.87%	2.67%	190.2	0.9%	2,000.0	0.7%
印度	9.06%	0.66%	9.62%	14.47%	3.28%	726.0	3.4%	8,000.0	2.6%
德国	8.87%	-0.73%	9.63%	10.26%	1.97%	1,200.0	5.6%	13,500.0	4.3%
韩国	7.55%	-1.13%	8.28%	10.06%	1.55%	1,200.0	5.4%	15,300.0	4.9%
美国所有贸易伙伴	6.81%	-0.08%	7.15%	8.78%	2.11%	21,300.0	100.0%	312,500.0	100.0%
越南	6.44%	-0.24%	7.71%	10.12%	7.60%	1,600.0	7.6%	25,100.0	8.0%
荷兰	6.32%	-0.03%	6.05%	6.49%	1.10%	126.8	0.6%	2,000.0	0.6%
英国	6.24%	-0.26%	6.22%	6.17%	1.17%	361.1	1.7%	5,800.0	1.9%
法国	5.83%	0.46%	5.61%	6.19%	1.30%	333.1	1.6%	5,700.0	1.8%
阿根廷	5.80%	-1.60%	5.92%	5.64%	1.46%	54.4	0.3%	938.2	0.3%
俄罗斯	5.58%	3.06%	2.39%	1.24%	0.74%	8.9	0.0%	159.5	0.1%
泰国	5.37%	-0.35%	5.99%	7.75%	2.28%	641.7	3.0%	11,900.0	3.8%
菲律宾	4.94%	-0.53%	5.67%	8.81%	3.03%	103.2	0.5%	2,100.0	0.7%
澳大利亚	4.93%	1.04%	4.18%	5.05%	0.68%	75.0	0.4%	1,500.0	0.5%
瑞士	4.91%	0.43%	4.85%	6.32%	1.18%	186.4	0.9%	3,800.0	1.2%
沙特阿拉伯	4.46%	2.25%	2.23%	1.93%	0.33%	15.0	0.1%	336.2	0.1%
马来西亚	3.71%	0.20%	4.35%	6.69%	1.05%	274.8	1.3%	7,400.0	2.4%
南非	3.66%	1.61%	3.28%	4.07%	0.43%	41.2	0.2%	1,100.0	0.4%
哥伦比亚	3.48%	0.07%	3.13%	3.60%	0.39%	46.9	0.2%	1,400.0	0.4%
墨西哥	3.43%	-0.26%	3.57%	3.97%	0.35%	1,900.0	8.8%	54,900.0	17.6%
比利时	3.42%	-0.22%	3.79%	3.90%	1.01%	79.2	0.4%	2,300.0	0.7%
智利	3.35%	-0.20%	3.66%	4.27%	0.38%	64.6	0.3%	1,900.0	0.6%
以色列	3.05%	-0.30%	3.67%	4.46%	0.29%	64.5	0.3%	2,100.0	0.7%
加拿大	2.85%	-0.22%	3.09%	3.33%	0.25%	1,100.0	5.0%	37,200.0	11.9%
中国台湾	2.79%					544.5	2.6%	19,500.0	6.3%
中国香港	2.47%	-0.64%	3.15%	4.23%	3.68%	8.2	0.0%	331.9	0.1%
新加坡	2.03%	0.02%	2.03%	2.41%	0.39%	58.6	0.3%	2,900.0	0.9%
爱尔兰	1.59%	0.29%	1.53%	1.51%	0.19%	74.5	0.4%	4,700.0	1.5%

资料来源：彭博，申万宏源研究

（七）海外央行：沃什杰克逊霍尔讲话传递鹰派信号

本周五，沃什杰克逊霍尔首秀演讲主题为《在我们的时代》，重申减少前瞻指引，强调 2%通胀目标，关注 AI 进展。经济评估方面，沃什讲话核心为“就业稳健、通胀过高”。沃什表示，今夏好于预期的通胀报告“并不能说明潜在趋势已出现有意义的改善”。除非美联储确信潜在通胀正”以清晰、足够快的速度”朝着目标迈进，否则“我们还有工作要做”。沃什讲话导致市场对 9 月美联储加息预期大幅升温。

图表 60：本周美联储年底利率不变概率下降



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 61：市场预期欧央行在 9 月加息(8 月 28 日)

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
10-Sep-26	2.00%	**98.00%**		
29-Oct-26	1.60%	**80.70%**	17.60%	
17-Dec-26	0.80%	38.00%	**51.70%**	9.50%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 62：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 8 月 29 日）

FOMC会议	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.00%	0.00%	40.30%	**59.70%**	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2026/10/28	0.00%	0.00%	28.70%	**54.10%**	17.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	0.00%	10.90%	38.30%	**40.10%**	10.70%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	0.00%	7.60%	30.10%	**39.60%**	19.50%	3.20%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	2.00%	13.40%	32.60%	**34.40%**	15.30%	2.40%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.50%	5.10%	18.60%	**33.10%**	29.20%	11.80%	1.70%	0.00%
2027/6/9	0.00%	0.50%	4.50%	16.90%	**31.20%**	29.70%	14.00%	3.00%	0.20%
2027/7/28	0.00%	0.50%	4.60%	17.00%	**31.20%**	29.50%	13.90%	3.00%	0.20%
2027/9/15	0.00%	0.60%	4.90%	17.30%	**31.10%**	29.20%	13.70%	2.90%	0.20%
2027/10/27	0.10%	0.80%	5.60%	18.10%	**31.00%**	28.30%	13.10%	2.80%	0.20%
2027/12/8	0.10%	1.40%	7.00%	19.50%	**30.70%**	26.70%	12.00%	2.50%	0.20%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 63：联储官员倾向（截止 8 月 28 日）

		鸽派 ← 中性 → 鹰派				
2026	主席		沃什（2040）			
	理事	鲍曼（2034） 杰斐逊（2036）	鲍威尔（2028） 库克（2038）	巴尔（2032） 沃勒（2030）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 维纳布尔（亚特兰大，’27） 古尔斯比（芝加哥，’27） 巴尔金（里士满，’27）	穆塞勒姆（圣路易斯，’28）	洛根（达拉斯，’26） 哈马克（克利夫兰，’26） 卡什卡利（明尼阿波利斯，’26） 施密德（堪萨斯城，’28）

资料来源：InTouch Capital Markets（ITC 市场），申万宏源研究

注：灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员，理事人名后年份表示任期，行长人名后为投票权年份

仅供内部参考，请勿外传

图表 64：本周美联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
卡什卡利（Neel Kashkari）	明尼阿波利斯联储主席	√	8月23日	并没有迹象表明**美国国债市场功能失调**。难以了解债券收益率（出现波动）的主要驱动因素。收益率上涨**并没有让美联储的工作变得更加艰难**。 如何降低（美国联邦政府的）债务是**国会山的事**。并没有感受到“通胀朝着目标回落”的信心。	中性
柯林斯（Susan Collins）	波士顿联储主席	×	8月25日	仍然**“特别”关切通胀**。劳动力市场总体平衡，但仍然存在风险。寻找**通胀可持续回归2%的证据**。**新冲击或强劲的增速都对通胀构成上行风险**。当前密切留意通胀预期。当前**货币政策处于准备就绪状态（定位恰当），政策具有轻微的限制性**。若要维持利率政策不变，需要更多关于通胀回落的证据。**若没有出现更多的通胀放缓证据，迅速收紧货币政策将是适宜的**。	鹰
巴尔金（Thomas Barkin）	里士满联储主席	×	8月26日	如果**美国债务继续攀升，终将面临一次“清算”**，但很难预知那一刻何时到来。	中性
施密德（Jeffrey Schmid）	堪萨斯城联储主席	×	8月27日	在**通胀持续高于2%目标**的情况下，美联储的利率设定并**未对经济起到限制作用**。不认为即将到来的中期选举会影响美联储的决策。	鹰
古尔斯比（Austan Goolsbee）	芝加哥联储主席	×	8月27日	虽然政策制定者必须密切关注**关税和其他价格冲击是否会持续存在**，但最新数据显示情况并不“糟糕”。有很多其他因素正在推高通胀，而大家正试图弄清楚：这些是否是**持续性的通胀冲击”**。	中性
哈马克（Beth Hammack）	克利夫兰联储主席	√	8月27日	8月26日披露的**PCE通胀数据符合我们的预期**。主要担忧是**公众会对通胀回落至2%失去信心**。相信现在就是FOMC采取行动的时机。并没有任何迹象表明金融条件受到政策的限制。**我个人对中性利率的预期在FOMC预测范围中处于较高位置**。市场是美联储的良好补充，而非替代。 **现在是官员采取行动遏制通胀的时候**。	鹰
哈马克（Beth Hammack）	克利夫兰联储主席	√	8月28日	美国劳动力市场大体上是平衡的，也是稳定的。**是时候采取行动了，需要让（FOMC的货币）政策具有限制性。预计2026年年底通胀为3%**。对于与美联储主席沃什共事感到荣幸，他带来新鲜的视角。对美联储（每年）举办货币政策会议的（频率/次数）安排持非常开放的态度。	鹰
柯林斯（Susan Collins）	波士顿联储主席	×	8月28日	**投资组合管理费对整体通胀造成异常大的影响**，而**市场化定价**则更符合美联储的目标。	中性

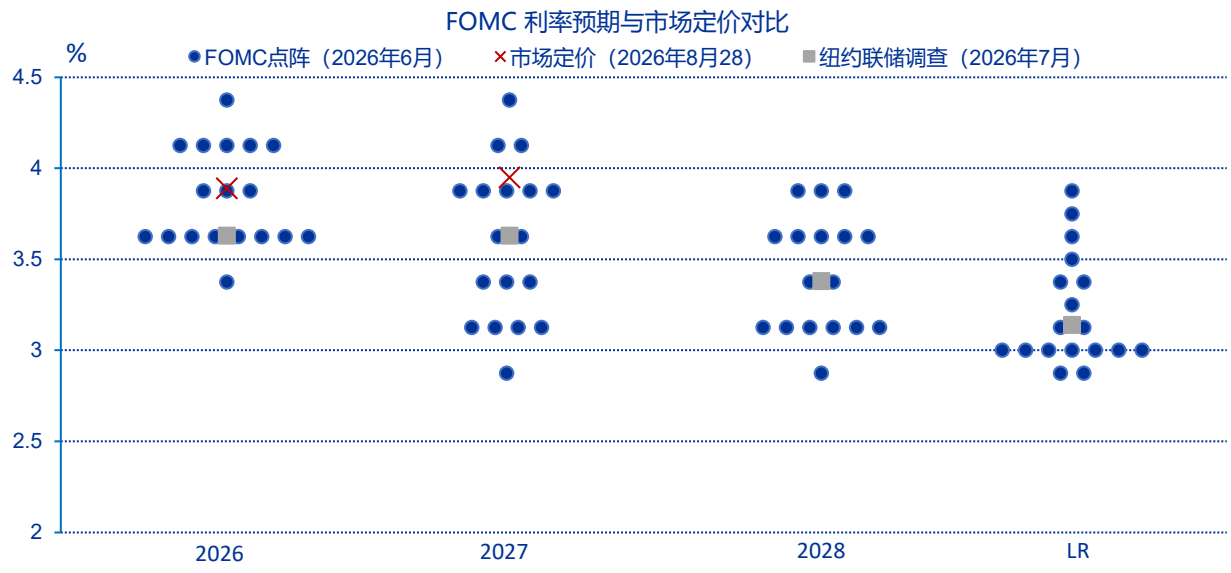
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 65：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
奇波洛内（Piero Cipollone）	欧洲央行执委	√	8月24日	货币政策需要“**精准校准**”。通胀**远未达到不利或严重情景的水平。没有任何迹象指向滞胀情景**。	中性
施纳贝尔（Isabel Schnabel）	欧洲央行执委	√	8月26日	由于**中东冲突带来的通胀上行风险**以及**欧元区经济的强劲表现**，**利率必须进一步上调**。紧缩程度将取决于即将出炉的数据。通胀率可能在较长时间内超过2%。	鹰
拉德夫（Dimitar Radev）	管理委员会委员	√	8月27日	**等待第二轮效应可能意味着行动太晚。中性利率水平大概率在2.5%左右**。欧洲央行9月采取谨慎措施值得认真考虑。10月和12月利率会议仍有可能采取行动。	鹰
卡扎克斯（Mārtiņš Kazāks）	管理委员会委员	×	8月28日	**不能让通胀扎根**。	鹰

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 66：美联储点阵图及市场预期（截止 8 月 28 日）



资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（八）就业：美国非农初步基准修正下修 7.9 万人就业

美国劳工局宣布，截至 2026 年 3 月的非农年度基准修正初步估算显示，非农就业人数下修 7.9 万人，预期增加 18.3 万。虽然数据低于预期，但 7.9 万人的下修幅度相较 2024、2025 年已大幅收窄，美国就业仍处于弱平衡状态。

图表 67：非农年度基准下修 7.9 万人就业（初步）



资料来源：美国劳工局（BLS）、申万宏源研究

图表 68：零售业就业人数下修幅度最大

行业	修正人数（千人）	修正幅度（%）
采矿	-6.0	-1.0
建筑	62.0	0.8
制造业	-67.0	-0.5
批发	-86.2	-1.4
零售	-154.6	-1.0
交运仓储	135.1	2.0
公用事业	8.1	1.3
信息	87.0	3.0
金融	85.0	0.9
专业商业	-76.0	-0.3
教育卫生	-96.0	-0.3
休闲酒店	-33.0	-0.2
其他服务	-36.0	-0.6
政府	99.0	0.4

资料来源：美国劳工局（BLS）、申万宏源研究

（九）PCE：美国 7 月 PCE 通胀强于市场预期

美国 7 月 PCE 通胀强于预期，但核心 PCE 通胀符合市场预期。7 月美国 PCE 通胀同比 3.7%，环比 0.2%，核心 PCE 通胀同比 3.3%，环比 0.2%。整体通胀超预期主要受食品能源影响。

图表 69：美国 7 月整体 PCE 通胀超预期强劲

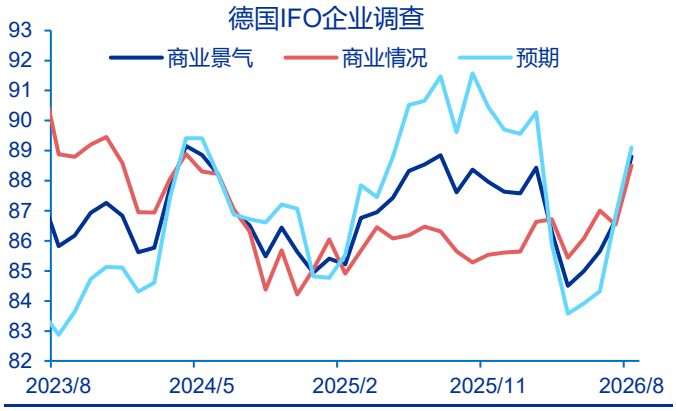
PCE分级	项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)						预期值	季调_环比(%)					
				26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02		26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	3.6 ↑	3.70	3.72	4.11	3.80	3.54	2.87	0.1 ↑	0.16	-0.09	0.48	0.42	0.67	0.40
核心	核心PCE价格指数（不包括食品和能源）	89.1	3.3 →	3.34	3.34	3.46	3.33	3.25	3.05	0.2 →	0.25	0.15	0.36	0.26	0.30	0.39
l_核心	核心商品（不包括食品和能源）	21.5		2.28	2.13	2.44	2.80	2.78	2.30		0.15	0.09	-0.10	0.30	0.21	0.84
l_核心	核心服务（不包括能源）	67.6		3.69	3.74	3.80	3.50	3.41	3.30		0.28	0.17	0.51	0.25	0.32	0.25
I	商品	30.8		3.72	3.70	4.76	4.38	3.76	1.80		-0.11	-0.62	0.43	0.72	1.43	0.74
II	耐用消费品(DG)	10.7		3.38	2.87	3.35	3.38	3.28	2.80		0.37	0.01	-0.02	0.59	0.42	1.05
III	DG：机动车和零部件	3.5		0.46	0.27	-0.15	-0.08	0.04	-0.26		0.43	0.05	-0.19	-0.09	-0.08	0.24
III	DG：家具及家用设备	2.4		0.44	1.48	2.66	3.69	4.27	4.80		-0.89	0.14	-0.43	-0.13	-0.50	0.30
III	DG：休闲商品和汽车	3.4		8.56	6.33	6.38	6.25	6.10	4.38		1.14	0.87	0.09	1.62	1.51	2.26
III	DG：其他耐用品	1.4		3.45	3.33	5.92	4.58	3.05	3.38		0.56	-2.29	0.82	1.01	0.61	1.42
II	非耐用品(NG)	20.1		3.90	4.13	5.51	4.92	4.01	1.27		-0.37	-0.96	0.67	0.79	1.98	0.58
III	NG：为场外消费购买的食品和饮料	7.1		2.40	2.38	2.39	2.50	1.72	2.32		-0.08	0.25	0.06	0.49	-0.14	0.27
III	NG：服装和鞋类	2.7		3.48	3.62	4.26	3.78	3.32	2.58		-0.12	-0.17	0.04	0.40	1.04	1.05
III	NG：汽油及其他能源货物	2.2		25.09	26.34	40.51	29.06	22.00	-5.05		-2.69	-9.24	6.48	5.49	20.91	1.36
III	NG：其他非耐用品	8.1		0.48	0.68	0.69	1.72	1.96	1.55		-0.05	0.27	-0.26	-0.10	-0.33	0.50
I	服务	69.2		3.69	3.73	3.82	3.54	3.45	3.36		0.27	0.15	0.50	0.28	0.33	0.25
II	家庭消费支出(HC)	66.3		3.81	3.84	3.93	3.62	3.57	3.47		0.28	0.20	0.49	0.26	0.36	0.26
III	HC：住房和公用事业	17.9		3.28	3.24	3.45	3.42	3.25	3.45		0.27	0.14	0.31	0.62	0.29	0.22
IV	房屋	15.6		3.16	3.17	3.23	3.18	3.00	3.13		0.26	0.22	0.31	0.53	0.26	0.20
IV	家庭公用事业	2.3		4.14	3.73	4.90	5.02	4.97	5.65		0.31	-0.38	0.32	1.22	0.44	0.31
III	HC：医疗保健	17.2		3.02	3.04	3.14	2.92	3.10	3.00		0.20	0.32	0.30	0.08	0.35	0.20
III	HC：交通	3.5		7.11	7.29	6.70	5.87	6.19	4.21		0.07	0.54	0.86	0.38	1.29	0.89
III	HC：娱乐	3.9		2.88	3.06	3.20	3.03	2.67	2.77		-0.03	-0.14	0.21	0.34	0.27	-0.49
III	HC：餐饮业和住宿	7.0		3.38	3.59	3.65	3.60	3.41	3.01		-0.07	-0.07	0.30	0.53	0.24	0.35
III	HC：金融和保险	8.5		7.55	7.96	8.18	6.64	6.05	5.67		1.17	0.31	1.28	-0.11	0.58	0.31
III	HC：其他	8.3		2.39	2.09	2.01	2.01	2.33	2.77		0.11	0.25	0.66	-0.12	0.07	0.43
IV	通信公司	1.5		-0.83	-1.19	0.27	-1.51	-1.85	-1.86		0.39	-1.38	1.54	-0.21	0.02	-0.28
IV	教育服务	1.7		2.32	2.16	2.24	2.30	2.28	2.41		0.49	0.01	0.03	0.13	0.24	0.14
IV	专业及其他服务	1.4		2.46	2.47	2.42	2.66	2.39	4.43		0.30	0.56	0.81	0.36	-0.27	-0.86
IV	个人护理和服装服务	1.2		5.60	5.93	6.42	6.32	6.10	7.04		0.19	0.87	0.69	-1.16	-0.19	2.06
IV	社会服务和宗教活动	1.7		3.82	3.62	3.51	3.56	3.33	3.17		0.37	0.26	0.21	0.30	0.27	0.26
IV	家庭日常维护	0.6		5.38	4.56	3.30	5.16	4.91	3.23		0.64	1.96	-1.50	1.34	1.68	2.71
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	2.9		1.16	1.16	1.50	1.71	0.71	0.95		0.18	-1.09	0.77	0.76	-0.39	0.10

资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十）德国：IFO 商业景气指数大幅上升

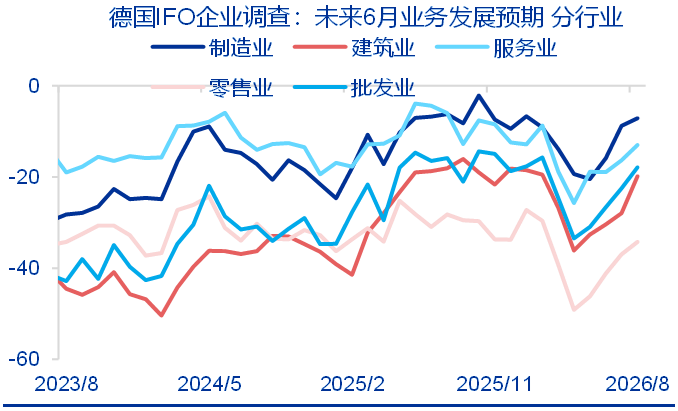
德国 8 月 IFO 商业景气指数大幅提升至 88.8，市场预期 87.2，为约一年来最高，而商业环境、预期指数也均出现改善。行业上，制造业预期改善最明显，对应三季度德国经济延续恢复趋势。

图表 70：德国 8 月 IFO 商业景气指数大幅改善



资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为指数

图表 71：德国制造业预期改善最为显著

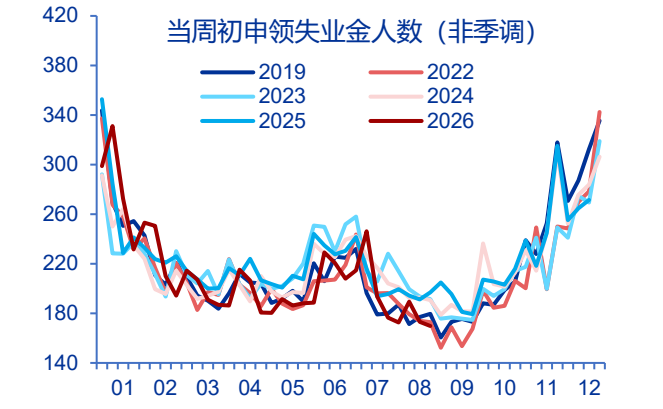


资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为净差额

（十一）高频：失业金申领人数低于市场预期

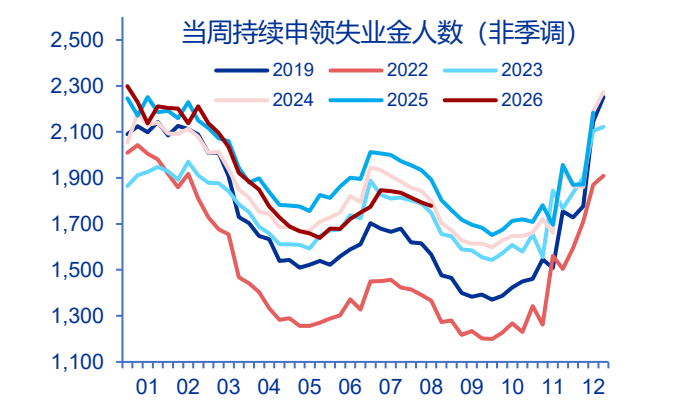
截止 8 月 22 日当周，美国失业金初申领人数 20.3 万人，低于市场 20.8 万人的预期。截止 8 月 15 日当周，续请失业金人数 177.8 万人，低于市场 179.2 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 72：当周初申领失业金人数（非季调）



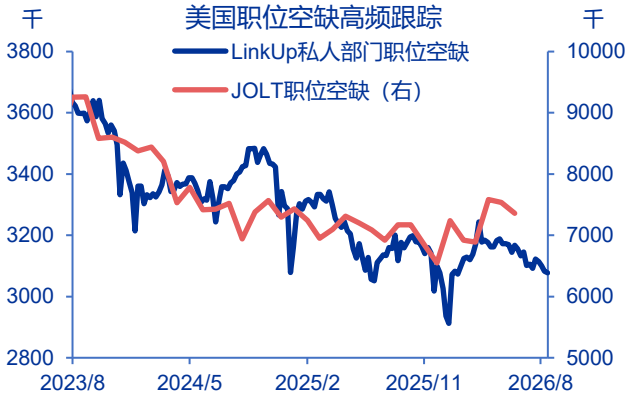
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 73：当周持续申领失业金人数（非季调）



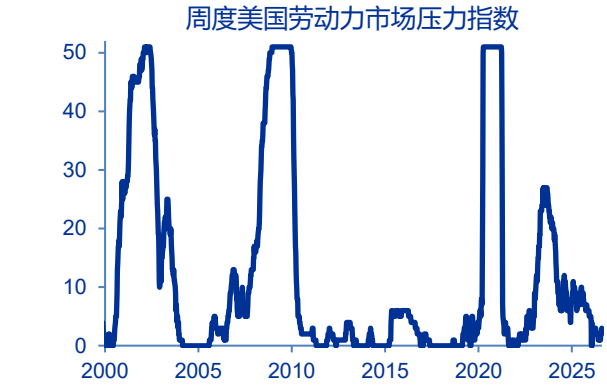
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 74：周度职位空缺数小幅回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

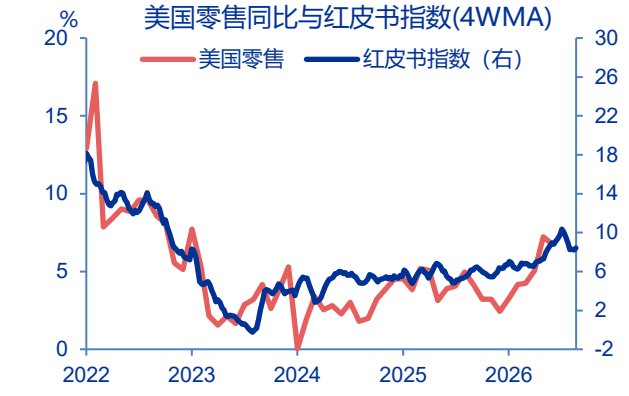
图表 75：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

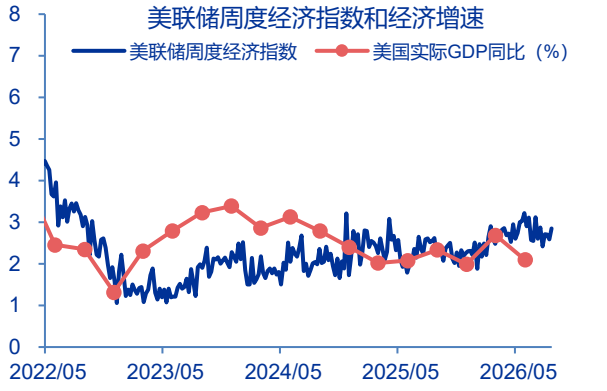
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 76：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 77：美国经济增速高频指标回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 8 月非农就业数据

图表 78：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8月	31 9:30 CN 8月中采PMI						
9月		1 17:00 EU 8月CPI 22:00 US 8月ISM制造业PMI 7月JOLT职位空缺	2 20:15 US 美国8月ADP就业	3 22:00 US 8月ISM非制造业PMI	4 20:30 US 8月非农就业	5	6
	7	8	9 9:30 CN 8月CPI、PPI	10 20:15 EU ECB议息会议 20:30 US 8月PPI	11 20:30 US 8月CPI	12	13

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，中东地缘政治冲突再次加剧原油价格波动，干扰全球“去通胀”进程，抬升加息预期。

2、AI 融资流动性压力。AI 头部企业的资本开支计划正面临经营现金流不足的难题，正在越来越多地依赖外源融资，也因此对金融条件更加敏感。

3、美联储超预期转“鹰”。待原油、关税等临时性供给侧冲击的影响逐步消退，需求侧牵引通胀压力上行时，或需警惕美联储紧缩的倾向。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。